



**University of  
Zurich**<sup>UZH</sup>

**Zurich Open Repository and  
Archive**

University of Zurich  
University Library  
Strickhofstrasse 39  
CH-8057 Zurich  
[www.zora.uzh.ch](http://www.zora.uzh.ch)

---

Year: 2012

---

## **Welcher Risikotyp bin ich?**

Hens, Thorsten

Posted at the Zurich Open Repository and Archive, University of Zurich  
ZORA URL: <https://doi.org/10.5167/uzh-63043>  
Newspaper Article  
Published Version

Originally published at:

Hens, Thorsten. Welcher Risikotyp bin ich? In: Finanz und Wirtschaft, 6 June 2012, 18.



# Welcher Risikotyp bin ich?

Serie (Teil 3a) – Investieren beginnt mit Risikoprofiler – Gute und schlechte Beispiele – Behavioural Finance legt Wert auf Verlusttoleranz



## THORSTEN HENS

Ein wesentlicher Teil der Anlageberatung ist es, das passende Risikoprofil des Kunden zu ermitteln. Das Risikoprofil bestimmt die strategische Asset Allocation (SAA), also die langfristig anvisierte Aufteilung des Vermögens nach Anlageklassen. Viele Studien haben gezeigt, dass der Investitionserfolg im Wesentlichen von der strategischen Asset Allocation abhängt. Sie ist quasi der Schlüssel zum Erfolg. Während vor wenigen Jahren die meisten Banken die SAA allein anhand der qualitativen Einschätzung des Kundenberaters festlegten, benutzen heute fast alle einen formalisierten Fragebogen, den sogenannten Risikoprofiler. In den meisten entwickelten Ländern ist dieses Vorgehen sogar gesetzlich vorgeschrieben.

Selbstverständlich ist es bei den Risiko-

profilern wie überall: Es gibt gute und schlechte. Leider ist es aber für die Banken und die Kunden nicht einfach zu erkennen, worin sich gute und schlechte Risikoprofiler unterscheiden.

## Laborexperimente hilfreich

Eine wesentliche Hilfestellung beim Design von Risikoprofilern liefern kontrollierte Laborexperimente. Laborexperimente in der Ökonomie sind eine der bedeutendsten Forschungsmethoden der Behavioural Finance. Sie gehen auf den amerikanischen Professor Vernon Smith zurück, der dafür im Jahr 2002 mit dem Nobelpreis der Wirtschaftswissenschaften ausgezeichnet wurde (vgl. Einführung FuW Nr. 39 vom 16. Mai).

Der wesentliche Vorteil von Laborexperimenten ist, dass der Laborleiter die

Kontrolle über die exogenen Einflussfaktoren behält und somit direkte Vergleiche ziehen kann, zum Beispiel zwischen dem Anlageerfolg von Investoren, die mit, und solchen, die ohne Risikoprofiler angelegt haben. Dieser Vergleich kann sogar für alle Marktphasen (steigend, fallend, seitwärts etc.) gezogen werden, da der Laborleiter auch sie im Experiment vorgeben kann. Das ist ein riesiger Vorteil gegenüber der Praxis, wo Experimentieren mit dem Kundenberatungsprozess nicht möglich ist.

Seit rund fünf Jahren entwickelt meine Forschergruppe am Institut für Banking und Finance der Universität Zürich Risikoprofiler mithilfe von Laborexperimenten. In diesem Artikel, der zweigeteilt ist (der zweite Teil über die Risikoprofiler erscheint in einer Woche), gebe ich einen Überblick über die bis-





Finanz und Wirtschaft  
8021 Zürich  
044/ 298 35 35  
www.fuw.ch

Medienart: Print  
Medientyp: Publikumszeitschriften  
Auflage: 29'790  
Erscheinungsweise: 2x wöchentlich

Themen-Nr.: 377.12  
Abo-Nr.: 1070143  
Seite: 18  
Fläche: 100'975 mm<sup>2</sup>

herigen Ergebnisse.

## In Kontext einbetten

Das Ziel eines Risikoprofilers ist die Bestimmung einer Aufteilung des Vermögens nach Anlageklassen, die den Investor optimal auf dem Rendite-Risiko-Trade-off (Chancen-Risiko-Verhältnis) der Anlagemöglichkeiten positioniert, sodass er die Anlagestrategie langfristig durchhalten kann. Das Ziel ist sehr hoch gesteckt, denn es verlangt, eine Balance zwischen den rationalen und den irrationalen Aspekten des Anlegers zu finden. Es ist für den Investor schlecht, wenn seine Behavioural Biases (psychologische Fallen) zu stark seine Asset Allocation bestimmen, da er dann Rendite verliert. Es ist aber ebenso wenig gut, wenn seine Psychologie ignoriert wird, da er dann mit der Anlagestrategie überfordert ist und sie im falschen Moment abbricht.

Um den Konflikt zwischen irrationalen Verhalten und Überforderung zu entschärfen, empfiehlt es sich, den Risikoprofiler nicht isoliert anzuwenden, sondern ihn in einen Kontext zum Beispiel mit einem Diagnostikmodul und einem Trainingsmodul zuvor sowie einem guten Reporting danach zu stellen. Ein Diagnostikmodul deckt die Behavioural Biases des Investors ab, während in einem Trainingsmodul die Vor- und Nachteile von Anlageklassen und -strategien erlernt werden.

Zunächst ist klar, dass die Fragen in einem Risikoprofiler einen logischen Fluss von Gedanken vermitteln müssen, damit der Anleger nachvollziehen kann, warum er überhaupt solche Fragen beantworten muss. Ein logischer Ablauf ist zum Beispiel, mit den Zielen des Kunden zu beginnen, dann die finanziellen Mittel anzusehen, mit denen die Ziele angestrebt werden sollen, mögliche Restriktionen festzuhalten, die bei der Benutzung des Kapitals einzuhalten sind, und schliesslich die Lösung zu analysieren. Um zu verstehen, wie sich die Lösung aus den Zielen, den Mitteln und den Restriktionen ergibt, ist es wesentlich, immer wieder auf die vorhergehenden Aspekte zurückkom-

men zu können, sodass ein Dialog anhand des Risikoprofilers möglich ist.

Den Anfang machen wie erwähnt die Investitionsziele. Sie sollten nach ihrer Bedeutung geordnet werden. Ziele können Verpflichtungen sein (Abtragen einer Hypothek, Ausbildung der Kinder usw.) wie auch Pläne und Wünsche, die man sich und anderen erfüllen möchte (Ferienhaus, Weltreise etc.). Aus den Zielen ergibt sich auch der Anlagehorizont. Dann rücken die finanziellen Mittel sowie die Anlageinstrumente, die zur Erreichung der Ziele zur Verfügung stehen, in den Fokus. In diesem Schritt ist es wesentlich, steuerliche, rechtliche und persönliche Restriktionen zu berücksichtigen.

## Risikofähigkeit sichern

Substanziell ist, wie die Risikofähigkeit gesichert werden soll. Unter Risikofähigkeit versteht man, dass der Wert des Anlagevermögens jederzeit möglichst gut die Verpflichtungen decken soll. Die traditionelle Finance arbeitet hier mit dem Konzept des Value at Risk. Er ist der Wert des Vermögens, der bis auf wenige Fälle am Ende des Anlagezeitraums nicht unterschritten werden darf.

Leider ist diese Betrachtung aus psychologischer Sicht nicht gerade beruhigend, da es eben doch Fälle gibt, wo man so viel Geld verlieren kann, dass die Verpflichtungen nicht mehr gedeckt sind. Das kann dazu führen, dass Investoren bei fallenden Kursen nervös werden und ihre Anlagestrategie abbrechen. Eine bessere Methode ist, die harten Verpflichtungen durch wetterfeste Anlagen abzusichern. Das heisst, man sollte statt der Value-at-Risk-Betrachtung besser einen Asset Split einführen.

Die alles entscheidende Frage ist dann, wie man die Risikotoleranz des Anlegers bestimmt. Nach traditioneller Auffassung besteht Risiko allein darin, dass bei manchen Wertanlagen, wie zum Beispiel Aktien, weniger gut eingegrenzt werden kann, wie hoch der Ertrag am Ende des Investitionszeitraums sein wird. In der Tat ist es empirisch so, dass entlang der Anlageklassen (Geldmarkt, Obligationen,

Hedge Funds, Aktien) die mittlere Rendite und die Standardabweichung der Rendite steigen.

## Häufige Fehler

Aus Sicht der traditionellen Finance besteht die Ermittlung der Risikotoleranz nur darin, aus dieser Abwägung und Gegenüberstellung auszuwählen. Manche Banken benutzen Risikoprofiler, die ziemlich direkt nach diesem Trade-off fragen, indem sie dem Kunden ein paar Kombinationen von mittlerer Rendite und Standardabweichung zur Auswahl stellen. Laborexperimente, aber auch Erfahrungen in vielen Finanzinstituten zeigen, dass Kunden mit dieser Vorgehensweise überfordert sind. Sie verstehen die Frage nicht richtig, und ihre Antwort führt dazu, dass sie einen Vermögensmix bekommen, der für sie zu aggressiv ist, sodass sie ihn in Krisenzeiten nicht durchhalten.

Die Behavioural Finance hat eine differenziertere Sicht der Risikotoleranz. Natürlich ist die Unsicherheit, wie hoch am Ende der Laufzeit die Rendite sein kann, ein wichtiger Aspekt der Risikotoleranz. Viel wichtiger ist aber die Toleranz gegenüber Verlusten. Da die meisten Renditen von Anlagen nicht gleich viele Chancen auf Verlust und Gewinn haben, ist dieser Unterschied für die Anlageallokation höchst relevant. Aktien zum Beispiel haben gegenüber ihrer Standardabweichung viel mehr Verluste, als sie es normalerweise haben sollten, kapitalgeschützte Produkte weisen eine hohe Standardabweichung ihrer Renditen auf, obwohl ihre Verluste begrenzt sind. Die explizite Einbeziehung von Verlusten in die Risikotoleranz führt also dazu, dass die Asset Allocation weniger Aktien hat – aber kapitalgeschützte Anlagevehikel eine wichtige Rolle spielen können.

Schliesslich bezieht die Behavioural Finance die Schwankungen des Portfolios (die Volatilität) explizit mit ein. Die Reaktion auf Schwankungen des Vermögens, das Investitionstemperament, ist ein wichtiger Indikator dafür, ob Anleger ihre Strategie durchhalten. Die Grafik links





zeigt die Unterschiede zwischen den drei Bestandteilen der Risikotoleranz.

Nachdem die Investitionsziele, die Verpflichtungen, die Risikotoleranz und mögliche Anlageinstrumente ermittelt worden sind, stellt sich die Frage, wie man all dies zu einer Asset Allocation verknüpft. Diesem Schritt widmet sich der zweite Teil über Risikoprofiler in der nächsten Mittwochausgabe («Vom Risikoprofil zum Anlagemix»). Wer schon einmal sein Risikoprofil erkunden möchte, kann via Mail an fuw@bhfs.ch das Login zum Risikoprofiler der Behavioural Finance Solutions (BhFS), eines Spin-off-Unternehmens der Universität Zürich, anfordern.

*Thorsten Hens ist Swiss-Finance-Institute-Professor, Leiter des Instituts für Banking und Finance an der Universität Zürich und Partner von Behavioural Finance Solutions (BhFS).*

## Erwartungsmanagement

In einer viel beachteten Studie zeigt Hersh Shefrin, Professor an der Santa-Clara-Universität in Kalifornien, dass die meisten Investoren denken, Anlagen mit hohem Risiko hätten eine niedrige Rendite und solche mit **niedrigem Risiko eine hohe Rendite**. Schlechtes wird mit Schlechtem assoziiert und Gutes mit Gutem. Deshalb erwarten die meisten Kunden von ihrer Bank quasi die **Quadratur des Kreises**: eine Anlagestrategie, bei der man ohne viel Risiko viel gewinnen kann.

Die Realität am Finanzmarkt zeigt genau **das Gegenteil**. Nur Anlagen mit überdurchschnittlichem Risiko haben auch eine überdurchschnittliche Rendite. Eine wesentliche Aufgabe der Anlageberatung ist

deshalb, die Kunden über diesen Rendite-Risiko-Trade-off aufzuklären.

Ist das geschafft, besteht die nächste Aufgabe darin, die vom Kunden anvisierte Renditeerwartung mit seiner **Risikofähigkeit** in Einklang zu bringen. Ist die Risikofähigkeit für die angestrebte Rendite zu gering, muss sie diskutiert, aber **nicht das Risiko erhöht** werden. Leider ist das Überbringen schlechter Nachrichten nicht populär, und es besteht die Gefahr, dass der Kunde zu einer Bank wechselt, die behauptet, sie könne **hohe Rendite ohne Risiko liefern**. Eine solche Bank-Kunde-Beziehung beruht auf einem **Trugschluss**, der spätestens in der nächsten Krise am Finanzmarkt aufgedeckt wird. **HE**

## Differenzierte Sicht der Risikotoleranz

Anlage A hat eine höhere Standardabweichung der Renditen als Anlage B, die aber eine höhere Volatilität der Renditen als A hat. Je nachdem, ob man den Punkt P in den Verlauf der Renditen von B mit einbezieht, hat B ein höheres Verlustpotenzial als A.

